

分类号 \_\_\_\_\_  
U D C \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_  
编号 10741

# 兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

## 硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 华海药业股份回购的价值效应研究

研究生姓名: 马文飞

指导教师姓名、职称: 朱泽钢 副教授 单小东 工程师

学科、专业名称: 会计

研究方向: 企业理财与税务筹划

提交日期: 2023年6月19日

## 独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 马文飞 签字日期： 2023.6.12

导师签名： 张洪 签字日期： 2023.6.12

导师(校外)签名： 谭小东 签字日期： 2023.6.13

## 关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

- 1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；
- 2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 马文飞 签字日期： 2023.6.12

导师签名： 张洪 签字日期： 2023.6.12

导师(校外)签名： 谭小东 签字日期： 2023.6.13

# **Study on the value effect of share repurchase in Huahai Pharmaceutical**

**Candidate : Ma Wenfei**

**Supervisor: Zhu Zegang    Shan Xiaodong**

## 摘 要

股份回购是资本市场中上市公司常用来进行资本运作的工具,相比较于发展较为成熟的西方发达国家,在我国国内,因受限于政策制度限制和资本市场运行机制不成熟等,股份回购发展相对缓慢。新《公司法》的修订完善中放宽对上市公司回购股份的条件,主要包括从回购股份的目的、计划预案审批与实施过程、回购之后的用途、库存股持有等,给予上市公司更多的便利性和灵活性,从而引发国内资本市场上新一轮回购热潮的到来。同时,由于近几年宏观环境大趋势的影响,国内股市大幅下跌,上市公司纷纷实施股份回购进行自救。在政策的鼓励支持下与现实股价低迷的困境下,符合申请股份回购的上市公司开始制定回购股份的计划并逐步实施。

目前,已有股份回购相关研究多为大样本共性研究,本文选取华海药业作为研究对象,结合华海药业股份回购的行为,综合分析回购行为对公司价值的影响。在梳理相关文献理论和概念的基础上,本文使用事件研究法、托宾 Q 值分析法和财务指标分析法对华海药业股份回购的价值效应做了重点研究分析。通过分析后可以发现,华海药业实施股份回购后并没有很好的提升公司价值:一是股份回购的短期市值信号传递有限;二是回购股份的长期市场价值效果不显著;三是回购负面影响公司财务业绩等。本文在对这些效应影响进行深入分析后,提出以下几点建议:延长回购期并分阶段实施回购;多元化股份回购的资金来源;加强上市公司对股份回购的认识;强化资本市场信息披露,进一步加大市场监管力度。

通过上述研究分析,本文发现股份回购并不必然会维稳股价和提升公司价值,这也能为那些意欲申请进行股份回购的上市公司提供一些参考和借鉴。上市公司有意回购股份时,应该综合考量公司自身实际发展状况,选择合适的回购时机与适合的方式和资金来源,提高股份回购的效率;同时,上市公司和广大投资者也应强化对股份回购行为的理解与认识。

**关键词:** 股份回购 价值效应 回购制度 华海药业

## Abstract

As a common tool, share repurchase is used by quoted companies in the capital market to carry out capital operation. In the western developed countries, the development of share repurchase is relatively mature. However, because of the restriction of the policy system and the immature operation mechanism of the capital market, the development of share repurchase is relatively slow in China. In the revision and improvement of the new Company Law, the conditions for share repurchase of public companies are relaxed, giving listed companies more convenience and flexibility in terms of repurchase purpose, repurchase approval and implementation process, repurchase purpose, treasury stock holding and other aspects, thus triggering a new round of buyback boom in the domestic capital market. In the meanwhile, due to the influence of macro environment trend , the domestic stock market has fallen sharply and quoted companies have implemented share repurchase to save themselves in recent years . Under the encouragement and support of the policy and the predicament of the real low stock price, the listed companies qualified to apply for share repurchase began to formulate the plan of share repurchase and gradually implement it.

And most of the existing studies on share repurchase are large sample generic studies. This paper selects Huahai Pharmaceutical as the research object and combines the behavior of share repurchase of Huahai

Pharmaceutical to comprehensively analyze the influence of repurchase behavior on corporate value. On the basis of combing relevant literature theories and concepts, this paper uses event study method, Tobin's Q value analysis method, and financial index analysis method to do a focus on the value effect of Huahai Pharmaceutical share repurchase. Through research and analysis, it can be found that Huahai Pharmaceutical did not improve the company value well after repurchasing shares: first of all, the short-term market value signal transmission of share repurchase is limited; in the second place, the effect of long-term market value of repurchased shares is not significant; furthermore, buyback negatively affects the company's financial performance. After in-depth analysis of these effects, this paper puts forward the following suggestions: extend the buyback period and implement buyback in stages; diversified sources of share repurchase funds; strengthen the listed companies' understanding of share repurchase; we will strengthen information disclosure in the capital market and further strengthen market supervision.

Through above research and analysis, this paper finds that share repurchase does not necessarily maintain stock price stability and enhance corporate value. This can provide some reference for other listed companies that want to implement share repurchase. When the listed company intends to repurchase shares, it should comprehensively consider the actual development situation of the company, choose the appropriate time and

way of repurchase as well as the source of funds to improve the share repurchase's efficiency. In the meantime, the quoted companies and investors should also strengthen the understanding of share repurchase behavior.

**Key words:** Share repurchase ; Value effect ; Repurchase system ; Huahai Pharmaceutical

# 目 录

<b>1 绪论</b>	<b>1</b>
1.1 研究背景与研究意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	1
1.2 文献综述	2
1.2.1 股份回购动因研究现状	2
1.2.2 股份回购价值效应研究现状	3
1.2.3 文献评述	5
1.3 研究内容与研究方法	6
1.3.1 研究内容	6
1.3.2 研究方法	7
1.4 技术路线	7
<b>2 相关概念及理论基础</b>	<b>9</b>
2.1 股份回购	9
2.1.1 股份回购定义与方式	9
2.1.2 股份回购动机	10
2.1.3 股份回购规则	11
2.2 价值效应	12
2.3 股份回购基础理论	13
2.3.1 信号传递理论	13
2.3.2 财务效应理论	13
2.3.3 委托代理理论	14
<b>3 华海药业股份回购案例分析</b>	<b>15</b>
3.1 华海药业公司概况	15
3.1.1 公司简介	15
3.1.2 公司股权结构	15
3.2 华海药业股份回购背景	16



3.2.1 外部环境分析.....	16
3.2.2 内部环境分析.....	16
3.3 华海药业股份回购实施历程 .....	18
3.3.1 股份回购预案.....	18
3.3.2 股份回购进程.....	19
3.3.3 股份回购结果.....	20
3.3.4 股份回购方案分析.....	21
<b>4 华海药业股份回购价值效应分析.....</b>	<b>23</b>
4.1 股份回购的短期市场价值分析 .....	23
4.2 股份回购的长期市场价值分析 .....	24
4.3 股份回购后价值创造能力分析 .....	25
4.3.1 经济增加值指标计算.....	25
4.3.2 经济增加值与净利润指标对比分析.....	28
4.4 股份回购的财务效应分析 .....	29
4.4.1 对财务绩效的影响分析.....	29
4.4.2 对现金流量的影响分析.....	32
4.5 华海药业股份回购价值效应评价 .....	33
<b>5 研究结论与建议 .....</b>	<b>34</b>
5.1 研究结论 .....	34
5.1.1 股份回购短期市值信号传递效应有限.....	34
5.1.2 股份回购长期市场价值效果不显著.....	34
5.1.3 股份回购负面影响公司业绩.....	34
5.2 研究建议 .....	35
5.2.1 延长回购期并分阶段实施回购.....	35
5.2.2 多元化股份回购的资金来源.....	35
5.2.3 加强上市公司对股份回购的认识 .....	36
5.2.4 强化资本市场信息披露 .....	36
<b>6 研究不足与展望 .....</b>	<b>37</b>

6.1 研究不足 .....	37
6.2 研究展望 .....	37
参考文献 .....	38
致 谢 .....	42

# 1 绪论

## 1.1 研究背景与研究意义

### 1.1.1 研究背景

股份回购最早于上世纪六十年代出现于美国，七十年代时的美国经济危机为回购提供了发展机遇，股份回购开始被广泛应用于资本市场中。作为上市公司管理市值以及替代现金分红的一种手段，回购股份已经是欧美上市公司进行资本运作的常用手段。而与美国资本市场相比较，由于我国国情和经济体制的特性，以及资本市场机制的不成熟，我国上市公司实施股份回购的行为发展较晚。

九十年代初，国内资本市场上开始出现回购股份的萌芽，国家允许上市公司回购本公司流通在外的回购主要是为了解决同股不同权的问题。2008年之后，由于受金融危机大环境的影响，我国股市股价持续低迷，证监会修改完善股份回购操作流程，这表明国家开始支持并积极鼓励上市公司回购股份，我国的股份回购开始走向市场化和规范化。新《公司法》完善修订中对上市公司回购股份的部分规则条件进行了专项修改，进一步简化了上市公司实施回购的决策审议流程，延长库存股的存续期限等，给予了上市公司更多的便利和操作灵活性，上市公司回购股份的活跃度呈现上升态势，引发新一轮“回购热潮”的到来。同时，由于近几年受国内外宏观环境的影响，股市一片哀鸿遍野，上市公司的股价普遍下行。在政策的鼓励下和现实境况逼迫下，股份回购受到上市公司以及广大投资者的广泛关注。

### 1.1.2 研究意义

现有的诸多关于股份回购的学术研究成果大都聚焦于理论性的研究上或者是基于大样本的共性实证研究上，而以具体案例公司为例，对某一具体公司的股份回购行为进行整体系统研究相对较少。同时，瞬息万变的宏观环境也为研究提供前提，考虑到当前的法律环境，结合股份回购制度规则条款的变化，针对性地研究具体案例有助于全面反映股份回购行为所具有的特性，可以进一步补充完善相关研究领域，丰富相关的理论成果。

随着股份回购相关制度规则的宽松化，以及国内资本市场的日益成熟，回购股份的行为渐渐开始在上市公司中流行。受证券市场大盘的影响，医疗行业股价

也持续低位震荡，医疗行业上市公司成为国内上市公司回购主力军，其中，化学原料药龙头企业华海药业的股价也出现了大幅下跌，尽管股票价格的上下起伏波动是资本市场中屡见不鲜的现象，但是大幅度的股价下降会相当容易引起投资者们的恐慌和导致公司价值缩水。公司价值最大化是上市公司追求的目标之一，但通过股份回购这一手段是否真的有利于维稳股价，提升公司价值是需要验证的现实问题。本文以华海药业的股份回购行为为例展开具体分析，综合探究分析华海药业实施股份回购可能带来的价值效果。通过对具体案例的综合分析，能够深入发掘股份回购在国内上市公司资本运作管理中的发展质量，也可以为国内其他上市公司提供经验参考和借鉴。

## 1.2 文献综述

### 1.2.1 股份回购动因研究现状

西方发达国家主要支持认可信号传递效应理论，如果上市公司比较看好自身发展前景时，就会认为外部市场股票价格与当前公司的实际发展情况并不相符，此时公司就会以回购流通在外股份的方式向外部市场传递低估股价的信号。Ikenbeny, Lakoni shok 和 Vermaelen (1995)通过研究也发现上市公司通常会在股票价格下跌或者并没有达到公司预期值时，凭借股份回购行为来向投资者传递本公司股价被低估的信息；Wakeman (1983) 等专门研究分析上市公司回购股票的原因，同样也发现向外界传递信息是所有原因中最重要的一個；King 和 Graham (2000) 则是从股东财富转移出发，研究分析后发现相对于小股东而言，持股份额较大的股东会拥有更加全面详细的数据，当股票价格升高时选择卖出，又在股价相对降低时选择买入，从而获取中间的差额使得自己的财富增加。相较于国外，我国研究学者发现我国股份回购存在独特的动因，如肖兵(1999)、何承锋(2000)和郭延淳(2001)通过研究发现，我国早期企业均负担很重的国有股减持任务，凭借股份回购这一工具有利于进一步优化公司的资本构成和资产结构，并且能够充分利用财务杠杆，促进收益的提升和股价的升高，从而增创公司的价值并扩大股东的利得。但同时，国内也有学者认为上市公司回购股份是为了传递积极信号，维护股价的合理性，如王畅等(2012)收集梳理资本市场中上市公司的具体公告后发现，其中公司选择回购股份动机中影响比重最大的也是向外界传递信息；张素青(2013)与林奇(2013)经过具体研究后得出同样的结论，发现上市公司实施股

份回购不仅能够维稳并提升股价，还能因此增加收购成本，降低公司可能被恶意收购的威胁；冯雅等(2014)也是研究后发现公司以回购股份的行为来向外部投资者传递利好信息，进而最大限度降低公司盈利水平的负面效应，研究还同时发现回购可以增加公司现有股东的持股份额，经由委托代理促成行动一致的方案，进而提升公司价值；温丽萍(2017)则是研究分析发现上市公司实施股份回购可能存在多种动机共同作用，包括计划减小公司的注册资本、维稳下跌的股票价格、促进国家股权分置改革、计划重组合并等。

### 1.2.2 股份回购价值效应研究现状

Vermealen(1981)通过构建实证分析模型发现，上市公司股份回购带来的最直接影响是提升股价，股份回购具有积极正向效果；Zhang(2005)考察了香港地区股票回购前后股价的表现，研究表明回购前股价呈下跌趋势，回购后短期有显著效应，并且规模小而有价值的公司回购市场效应更积极；Guffey和Schneider(2004)纵向研究分析回购前后的财务指标发现，股份回购可以改善关键财务绩效指标；Lie(2005)横向对比研究同样发现，实施股份回购的上市公司的财务绩效指标都得到了很好的改善；Ridder(2009)研究表明，上市公司回购股份之后前三年的效应表现较优，而且其回购高完成率与高异常回报相关；Almeida和Fos等(2015)则研究发现股份回购可以提升公司的每股收益；Busch和Oberberger(2017)通过研究美国股票回购的行为发现，股票回购能够支持价格提升，并有助于市场保持正确的股价；Yang(2021)在对阿里巴巴五年回购政策的梳理研究中发现，回购股份对公司的市场价值、资本结构以及盈利能力均有促进作用。我国研究学者储诚忠和刘为民(1999)通过研究则发现，上市公司回购股票可以有效稳定并提升股价；王化成等(2000)、孙一秀(2002)、徐国栋和迟铭奎(2003)的研究则表明，股份回购能通过改善资本结构、治理结构及调整股利分配政策来提高盈利水平和股价，进而提升公司价值；益智和张为群(2005)实证研究分析发现股份回购确实能够提高股价并创造价值，而且对于公司绩效的改善有促进作用；梁丽珍(2006)、王帅和吴淞冷(2007)、汪启涛和王丽娟(2011)的研究也均发现回购股份可以产生显著为正的超额收益率，向市场传递积极信号；张忠华(2010)通过实证研究同样发现，上市公司股份回购行为能够提高公司的内在价值；王珏慧(2008)和徐若曼(2012)通过研究发现回购股份能够产生财务杠

杆效应，不管以何种资金来源进行股份回购，均会使财务杠杆系数变大，改善资本结构；兰春华（2013）则是通过比较研究发现在公开市场上回购股份会更具有积极的市场效应；单慧杰（2018）通过运用杜邦分析法研究江中制药企业的股份回购行为，结论表明回购可以优化资本结构，并且能提升企业价值；陈名芹、李吟珍（2019）则认为股份回购有助于进一步完善补充公司的现金分红政策，促进股利政策维持稳定，从而维护公司价值。徐晟、阚沂伟（2022）研究发现，在公开市场上进行股份回购有助于降低股票价格的波动率和振动幅度，有效提高股价的稳定性；杨慧辉等（2022）则以美的为例，通过研究分析后发现每次回购股份之后的回购公告效应都很显著，回购股份能够维护公司市值。

但是，也有学者研究发现上市公司回购股份并没有很好提升公司价值。如 Gmlon 和 Michaely（2004）、Konan 和 David 等（2009）的研究均发现，股份回购不利于公司长期经营发展，股份回购是在向市场投资者传递一种误导性的信号；Kim 和 Yoon（2013）研究了韩国企业的股份回购行为，发现股份回购可能是企业追求控股股东私人利益的一种手段，回购会降低公司价值；Grullon 和 Michaely（2014）认为股份回购不能提升公司的经营能力，而且举债融资回购还会增大经营风险；Lisle（2020）则发现，相比于中小股东，机构投资者则拥有更多的信息来源渠道，回购行为极其容易成为一种进行内幕交易和输送利益的工具，因此侵害中小股东的合法权益。我国研究学者王清刚和徐新宇（2014）对 2006 年—2012 年所有 A 股回购股份的公司进行实证研究，发现回购股份时存在提前泄露信息的现象，社会公众会怀疑公司股份回购公告中宣称的回购动机，并且基于股权激励的回购极易被管理层操纵；石涛（2011）、吴杰等（2019）实证研究发现，股份回购带来的长期效果并不明显；何瑛等（2014）认为，上市公司回购股份后的业绩并没有明显的起色，相反部分公司还丧失了回购前的吸引力；薛媛（2018）同样指出，回购股份会使得公司的财务效应大面积转移至大股东，进而致使中小股东的权益受到侵害，而且从长远来看，股份回购并不能积极作用于公司的成长能力，很难进一步提升公司价值；李银香和骆翔（2019）通过对 790 家 A 股上市公司的股份回购行为进行大样本研究后同样发现，公司回购股份会产生负面的价值效应，并且回购比例越大，负面影响越大；王艺颖（2019）则是从融资角度进行研究，同样发现股份回购可能会降低公司偿还债务的能力，从而会引发财务风

险；陈岱松、孙亚南（2020）则通过研究上市公司护盘式股份回购的行为发现，回购不利于保障债权人的利益以及维护中小股东权益。冯辉（2019）则从回购的法律规制视角进行研究发现上市公司股份回购操作存在诸多风险隐患，股份回购为公司带来负面后果；皮正德（2022）在探讨分析回购制度规则后，也认为回购新规可能引发股东欺压、市场操纵等问题；张梦瑜和谢德仁（2022）则从股份回购预案市场反应的视角进行研究，研究发现股份回购新规实施后，资本市场上更多的上市公司公布回购股份的计划预案，但是股份回购行为却导致股东获得的长期股票收益率下降，还会增加公司内部人的减持比重，股份回购实际上是在损害投资者的利益。

### 1.2.3 文献评述

随着国内资本市场发展日益成熟，股份回购也逐渐被广为关注，对股份回购的研究已然成为一个社会热点话题。从国内外股份回购相关文献的梳理中发现，西方国家研究学者对股份回购行为的研究相对比较成熟，回购股票成为资本市场上有效的理财和资本运作手段，而相比西方国家的股份回购，我国相关研究则比较晚。

梳理整合国外和国内有关上市公司回购动机的文献之后，可以看出最为研究学者认可的就是公司外在的股票价格被低估，大股东向实现财富转移，优化调整资本结构等，当然我国回购还具有一个特殊的原因就是早期推动国家实施股权分置改革。早期我国关于股份回购的研究主要以国内外对比总体分析为主，由于我国政策制度的变迁，每一阶段的研究也相应有所不同，如顾小龙和辛宇（2022）通过梳理西方股份回购的理论研究，对国内回购制度的演进与变迁进行总结评述，并对其结构特征和类型进行辨析发现，我国股份回购具有较强的异质性，可以从本质内涵上将其分为主动式回购和被动式回购，其中，主动式回购又进一步可以分为市值性管理回购和激励股权型的回购，前者立足于资本市场层面，后者则强调实体经营，有必要区分两类回购股份的效果。

其次，通过梳理国内外关于股份回购的价值效应研究文献发现，国内外研究均认为上市公司股份回购既有积极影响，也有负面影响。得出的正面结论普遍为，回购能向市场传递积极信号，短期市场效应有显著变化；股份回购有利于改善公司的资本结构，增大财务杠杆系数，优化股权结构，提高每股收益，进而提升公

司价值等。但是，也有学者认为回购股票实为一种误导投资者的信号，回购行为并不都能改善经营业绩，可能还会导致财务风险和经营风险，降低公司的价值；并且回购股份还容易被管理层操纵，可能存在提前泄露股份回购公告的现象，损害中小股东利益等。2018年新《公司法》中对股份回购规则的修订完善，同样暴露出部分回购规则的变化并未促使上市公司通过实施股份回购提高公司价值。

同时，梳理国内外已有研究还发现研究学者多为从宏观上整体研究分析，并且多为采用大样本对其效应进行实证研究，得出的结论反映的也多是共性影响或者问题，并且，目前的研究也少有结合制度因素的影响对具体案例企业的股份回购行为进行研究。基于上述研究现状，本文以化学原料药行业的龙头企业浙江华海药业股份有限公司（以下简称“华海药业”）为研究对象，结合股份回购时的宏观市场环境和法律环境，综合分析探讨华海药业回购股份的行为是否能够获得积极的价值效果，以期能为计划实施股份回购的公司提供参考借鉴。

## 1.3 研究内容与研究方法

### 1.3.1 研究内容

文章对华海药业的股份回购行为进行研究，首先对案例公司的情况进行简要介绍，然后对其实施回购的背景、计划方案、回购进程及结果进行介绍分析，之后再对其回购的价值效果进行探讨，评价其股份回购行为，得出相应的研究结论，并提出研究建议，指出文章的研究不足与展望。

第一章，绪论。本章主要阐述论文选题的依据，上市公司实施股份回购的具体研究背景和研究意义，并梳理国内外股份回购动因与股份回购价值效应相关研究的发展现状，列出论文写作中采用的主要研究方法以及阐释主要研究的内容与研究框架。

第二章，概念及相关理论概述。本章首先简要阐述股份回购的定义、回购方式、回购规则，以及界定价值效应的内涵，其次阐释股份回购相关的理论，主要包括信号传递效应理论、财务效应理论以及委托代理相关理论，为后期具体分析案例铺垫好理论基础。

第三章，华海药业股份回购案例分析。首先，本章简要介绍了华海药业公司的发展情况、股东及股权结构、主要经营业绩情况等；其次，分析了华海药业实施股份回购的背景；最后，通过梳理华海药业股份有限公司实施股份回购的进程，



从股份回购预案、股份回购进展和股份回购的结果几个方面展开具体分析。

第四章，华海药业股份回购的价值效应分析。本章研究分析了华海药业回购股份之后对公司短期市场价值和长期市场价值的影响，回购股份之后公司价值创造能力的效应，以及股份回购对公司财务绩效的影响，然后对此次回购股份的价值效应影响进行总结评价。

第五章，研究结论与建议。以上述分析为基础，本章总结研究结论，提出改进建议，为公司后期回购股份或者行业内其他公司实施股份回购提供一定经验和借鉴。

第六章，研究不足与展望。通过对华海药业股份回购行为价值效应的综合分析探讨，本章列举说明研究分析中仍然存在的不足之处，并且针对不足，阐述了进一步可研究完善的方向。

### **1.3.2 研究方法**

#### **1.文献研究法**

通过梳理总结国内外关于股份回购动因和股份回购价值效应的已有研究成果，整体了解目前上市公司回购股份的研究发展现状，为之后撰写论文奠定理论基础。

#### **2.案例分析法**

文章选取华海药业为具体研究对象，在梳理华海药业公司详细发展情况和实施股份回购历程的基础上，对华海药业股份回购方案进行分析，探讨研究其进行股份回购之后的价值效应。

### **1.4 技术路线**

文章研究的技术路线如下图：

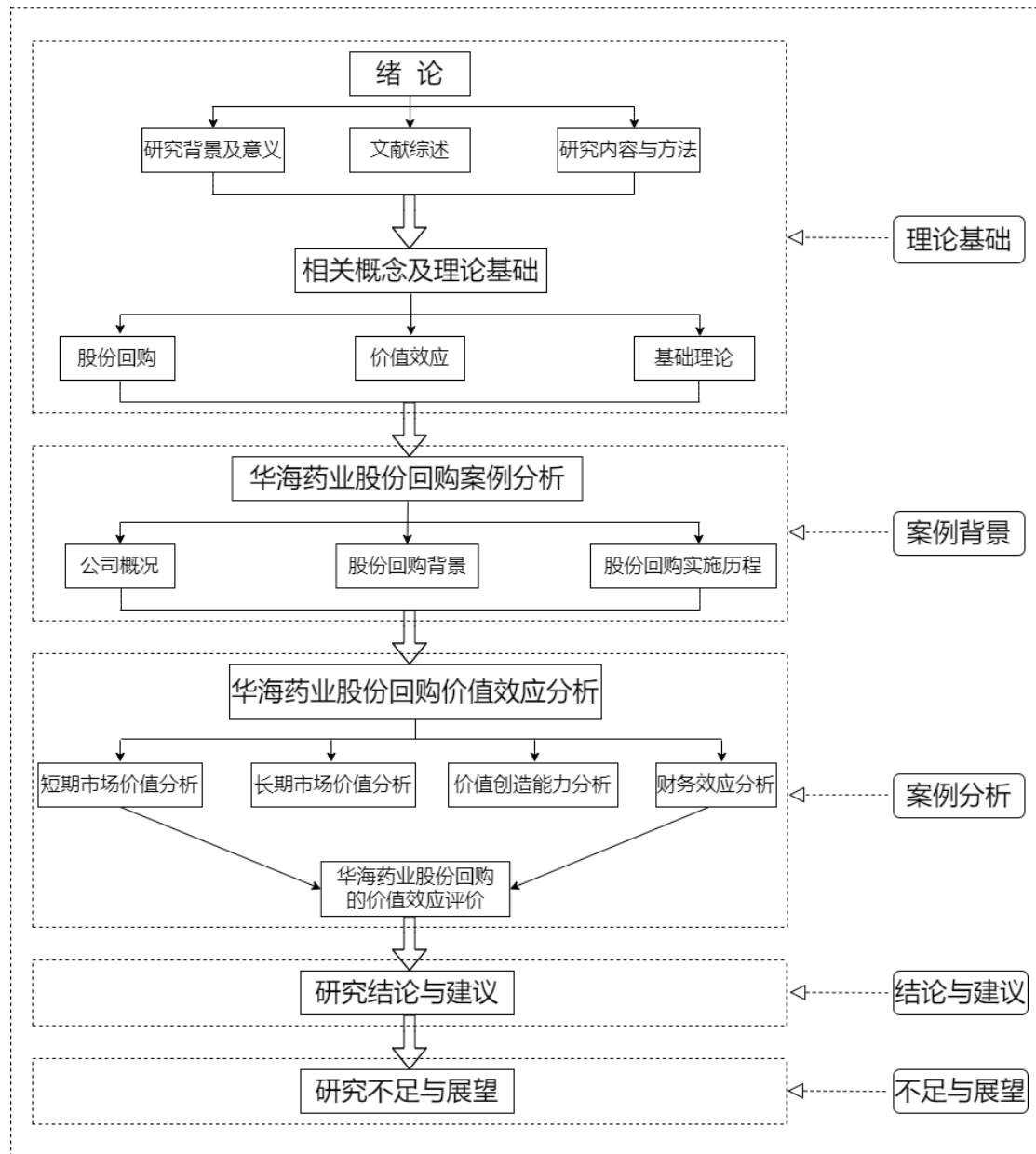


图 1.1 技术路线图

## 2 相关概念及理论基础

### 2.1 股份回购

#### 2.1.1 股份回购定义与方式

##### 1. 股份回购定义

股份回购指上市公司按照规定的相关程序，在特定时期对本公司发行流通在外的股份进行回购的行为。作为一种资本运作的手段，公司以剩余闲置资金、发行债券或增发新股的方式购买本公司在外流通的股份，以期改变负债和权益比例，优化资本结构。回购股份一方面可以稳定或提升股价，向外部市场传导积极的信号，另一方面也有利于提高公司内部员工的向心力，缓解管理层与股东之间的代理矛盾。

##### 2. 股份回购方式

依据不同的分类标准，上市公司可以按照不同的方式实施股份回购。按照实施回购的地点可以将回购分为集中竞价交易回购和场外要约协议回购；按照回购资金来源标准划分，股份回购包括现金方式回购、借债融资方式的回购、二者混合式的回购；同时，根据股价确定方式的不同又可以进一步划分为固定式和拍卖形式的回购；也可以依据公司是否允许转让出售权将回购划分为可转让出售权回购，具体如下表 2.1 所示：

表 2.1 股份回购方式分类

依据	方式	具体内容
回购地点	集中竞价交易回购	证券交易所内实施，完全公开透明，产生较高的成本
	场外协议回购	私下商议决议进行交易，不透明公开且可操作空间大
回购资金的来源	现金回购	以公司内部留有的自有现金实施回购
	举债回购	借助外部资金回购流通在外的股份
	混合回购	回购股份的资金既有公司自有资金又有负债资金
回购股价确定方式	固定价格式回购	公司以统一价格向资本市场中所有符合条件的投资者发出要约

	荷兰式拍卖回购	投资者可以在一段价格范围之内进行投标
是否可转让出售权	可转让出售权回购	股东可据自身的利益选择通过出售股票进行回购交易还是通过交易权利而进行回购

其中，集中竞价交易是我国资本市场上最为常见的回购方式，适用于公司股价下跌并且回购规模较小的公司回购股份；场外协议收购与集中竞价交易回购相比，比较容易引起负面的影响。现金回购适用于经营业绩佳和自有资金充足的公司；举债回购通过向资本市场引入信贷资金来完成公司特定的经营目标；混合回购一定程度可以降低或避免公司股份回购引发的财务风险。固定价格式回购相比于集中竞价交易回购，往往通过高于市场价格的成本进行要约，向外界传递一种更强的信号，一般适用于为防止公司被恶意并购的情形；荷兰式拍卖回购的成本则较低，并且具有更大的灵活性，给予上市公司更多的可选择性。可转让出售权回购下，股东享有较大的选择操作空间，最大化保护自身利益，同时能够避免因自身持股数额受限带来的要过度接受回购要约的情况。

## 2.1.2 股份回购动机

上市公司一般进行股份回购主要源于提升股票市场价格、提高公司内部资金的使用率、维护公司价值以及激励公司管理层和员工等。

### 1.提升公司股价

由于公司内外部信息的不对称性，外部投资者一般只可以通过股票的市场价值来判断目标投资公司的发展情况，如果公司股价持续低迷，投资者将不看好此公司的发展，丧失对公司未来发展的信心，从而对公司造成严重的负面影响。当公司在股价走低时回购股份，间接向外界传递表明公司对未来自身的发展非常有信心，而且公司也具有充沛的现金流以供回购，这是一种积极良好的信号，有利于维稳股价。

### 2.提高资金使用率

当整体市场行情处于经济紧缩时期时，对上市公司而言，很少会有盈利很大的投资机会，进而致使公司内部出现过剩的闲置资金。此时公司选择回购流通在外的股份在提升资金使用效率的同时，也是积极向外部市场传递一种信号，于股东而言是非常受益的。此外，如果公司内部留置有大量的闲余资金也大概率会增大公司的代理风险，上市公司管理层也会大概率利用这些闲置现金流扩大个人的

投资，但倘若采取回购股份这一措施，则会很大程度降低这种委托代理风险，保护投资者的利益，维护公司价值。

### 3. 激励管理层和员工

资本市场中还有大部分上市公司凭借股份回购来对管理层和员工进行股权激励，以期形成一种长效的内部激励机制。这一动机能够使公司以比较低的成本实施股权激励，促使符合条件的员工均参与其中，降低投资者与公司内部管理层和员工之间的代理效应，维稳公司内部管理层并留住核心员工，推动公司持续久远发展。另外，以股权来激励管理层和员工也更容易减轻公司的财务负担，也更有利于形成一种有效的激励机制。

## 2.1.3 股份回购规则

我国资本市场中回购股份的行为日益增多，从早期政府重度参与下的股份回购逐渐转为走向市场化的股份回购，政府逐步放开回购股份的条件，上市公司股份回购一步步规范化。我国相关股份回购规则变化如下表 2.2 所示：

表 2.2 股份规则变化情况

年份	股份回购规则	影响作用
1993 年	上市公司可以回购股份，但仅允许是在减资的条件下，或者是在意欲和其他持有本公司股份的公司合并情形下	股份回购带有强烈的政府色彩
2005 年	1、增加两种回购情形，一是用于员工股权激励回购，二是当投资者对股东决议大会通过的合并分立事项有异议时的回购；2、针对以上一二三种情形必需由股东大会决议审议。其中，因减资情形而实施的回购必须在 10 天内注销，其他情形回购则可以在 6 个月之内转让或者注销，均不可以以库存股的形式存在	股份回购已经开始慢慢步入正轨
2008 年	进一步明确通过集中交易形式回购的应该由董事会审议通过，并于股东大会召开前三天提交股东大会批准通过，还需将公司持股比例前十的股东名称，持股比例等在证券交易网站公开	股份回购进一步规范并走向市场化
2015 年	国内股市股票价格整体狂跌，证监会发言人公开表示上市公司可以通过采取股份回购的措施来维稳股价	—

2018年	1、又新增三种情形，新增情形一是激励员工和投资者才开始回购，新增情形二是为匹配完成公司转换债券和发行认股权证回购，新增情形三是保障股东利益和维护公司价值回购；2、简化回购程序，新增情形一和二回购实施时，可以只通过 2/3 以上董事出席的董事会议决议审议；3、延长库存股持有期限至三年；4、激励员工实施的回购，允许上市公司以优先股发行或者债券发行等来筹集所需资金	回购股份变为上市公司一种常态化的资本操作方式
-------	--	------------------------

## 2.2 价值效应

随着效用价值论、劳动价值论和要素价值论的发展，可以认为由主客观因素共同作用而促进价值的实现。针对不同的情境，对于不同的主体，特定的价值含义也有所不同。就财务会计角度而言，公司价值含义也存在多重表现形式，不同学者的见解并不相同，如 Modigliani 和 Miller（1959）的观点是上市公司发行的债券和股票共同构成公司价值；Frykman 和 Tolleryd（2003）则是从利益相关者角度估计公司价值，认为公司价值就是公司当期所拥有的全部资产索赔权的价值；罗杰·莫林和谢丽·杰瑞尔（2002）则在《公司价值》中指出，公司价值具体指的是能够促使一切利益相关者能够获得期望回报的能力；也有学者指出，公司价值的判断标准需注重解决“在什么情境下”“对谁有价值”这些问题，从而以此为标准，将公司价值分为投资价值、内在价值和公允价值，其中由于内在价值并不会随着外部环境而发生改变，所以以内在价值来衡量公司价值是较为科学的。

同时在不同的表现形式下，评估衡量公司价值的方法也有所不同，一般常用的方法有成本分析法、收益法以及市场分析法。首先，成本分析法强调计算资产负债表上公司的总价值，容易忽略公司形象等无形资产的价值；收益法充分考虑公司未来获利的能力，以一定折现率计算现值来评估公司价值，但由于存在多种不确定性，这种方法的科学性仍有待商榷；市场法则强调要找到一家与被评估公司相似的公司，以相似的交易公司的价值衡量被评估公司的价值，这一方法也缺乏实践可操作性。

实施股份回购之后公司的价值创造能力提升还是下降，这对公司的长久可持续发展是至关重要的。同时，股份回购的实施势必会引起公司财务指标的变化，通过以经营活动获得的现金流回购股份，回购后将股份全部注销将导致权

益资本减少并且大量现金流出，从而引起公司财务指标的变化。回购股份也意味着公司现金流的不断流出，现金流流出是否影响公司正常营运及投资等是值得探讨分析的。股份回购还是公司内部管理层向外部市场和投资者发放积极信号的一种工具，但外部接受者又是如何真正理解这一行为，管理层是否能实现其初衷尚且需要实践验证。

因此，本文在国内外关于公司价值研究的基础上，将公司的价值效应细分为短期市场价值、长期市场价值、价值创造能力、以及财务效应的影响。首先，以事件研究法分析短期市场价值的变化；其次，选择以托宾 Q 值来衡量评估公司的长期价值，托宾 Q 值既考虑资本成本，还兼顾了公司未来的获利能力，符合公司价值动态性的特征，具有可操作性；同时，以经济增加值衡量判断公司的价值创造能力；最后，以财务指标变化分析公司股份回购对财务业绩的影响。

## 2.3 股份回购基础理论

### 2.3.1 信号传递理论

由于信息不对称，公司内部管理人员能够全面深入把握了解公司的经营发展情况，市场投资者则会因受限于信息获取途径，难以客观全面评价公司的价值，因而做出错误的决策。而上市公司的内在价值以股价来体现，股价又会因投资者的决策发生波动，当股价严重下跌时，为避免投资者进行抛售，管理层会通过回购流通在外的本公司股票来向投资者传递信号，扭转不利于公司发展的局势。但是，研究学者们对内部管理层以回购股份传递信号的影响尚未形成统一结论，部分学者认为传递的是一个良好向上的信号，足以给予投资者更强的信心，但也有学者认为这是一种误导性的信号，对公司股份回购行为提出质疑。因此，回购股份究竟能够传递积极信号还是消极信号，还是应该在具体情景下具体分析。

### 2.3.2 财务效应理论

#### 1. 财务杠杆假说

财务杠杆强调公司在确定最优资本结构时对负债融资的运用，修正 MM 理论认为，公司举债融资产生的利息费用将有利于公司抵消其所得税，并且负债越多，这种抵税作用更明显。而实施股份回购时，上市公司可以选择以自有资金或

者借债的方式等进行回购，增大债务性资本所占比重，进而实现抵税效应，举债回购股份的抵税作用会更明显。但是，如果出现举债的利息抵税作用不能弥补资本成本上升造成的损失时，会增大公司的财务风险，不利于其发展。所以，公司应该在合理范围内借债回购，优化资本结构，发挥财务杠杆效应。

## 2.财务灵活性假说

财务灵活性指通过回购股份替代股利分配政策，有利于提高公司财务的灵活性。市场投资者往往会以上市公司的股利分配政策来衡量公司的经营发展业绩和未来发展前景，为了给予投资者信心，公司管理层就需持续维持稳定良好的股利分配政策。但是，如果上市公司经营发展出现剧烈变化，继续按照已定的股利分配政策向股东发放股利极有可能导致公司陷于发展困境。此时，采用股份回购这种不受时间、金额、数量等要求的方式，将使得公司财务更加具有灵活性。同样，若当公司资金不足时，可以采用回购股份的方式，合理调整回购的频率及数量，减轻财务风险，保障股东权益，确保公司价值最大。

### 2.3.3 委托代理理论

#### 1.自由现金流量假说

自由现金流量理论认为，当公司有闲置资金时，为了分散降低自身的风险及维护自身的利益，管理层可能会选择投资一些回报收益较差的项目，增加非效率投资带来的代理成本，严重影响公司的经营发展。因此，公司会选择通过回购股份的方式将闲置自由现金流分配归还于股东，以减少管理层手中的现金数量及控制权，促使其努力工作，降低代理成本。

#### 2.财富转移假说

财富转移理论主要强调，公司实施股份回购有利于促进财富的流动性，使得公司财富在其利益相关者之间实现转移。一方面，股份回购使得公司的总资产额减少，而股东的财富增加，实现财富在公司与股东之间的转移；另一方面，参与股份回购的股东能够享受到回购股份时的价格与市场价之间的溢价收益，加剧财富的流动性；同时，控股大股东基于话语权及信息收集便利等优势，将中小股东的财富变相转移到自身。



### 3 华海药业股份回购案例分析

#### 3.1 华海药业公司概况

##### 3.1.1 公司简介

1989年，华海药业在中国浙江创立；2001年，原集团公司的股东陈保华、周明华等一起发起设立浙江华海药业股份有限公司；两年之后，通过公开发行三千多万股普通股份表明公司正式上市。华海药业是我国特色原料药市场上的龙头企业，在国际原料药市场也是遥遥领先，主要运营心血管类药品的研发生产，同时华海药业还延伸高附加值的制剂领域产业链，具有药品垂直一体化的竞争优势。

##### 3.1.2 公司股权结构

华海药业股东持股份额排比位于前十的股东具体明细情况如下表 3.1 所示，此表选取截止日期是 2022 年度第三季度末。从下表可以看出，前十大股东持有股份共计总股份的 50.1%，而陈保华的持股比例则约占这前十大股东共计持股比的一半，所以陈保华是公司的实际控制人，仅次于陈保华的是大股东周明华，持股 15.87%，股权比较集中，其他股东持股在 2%左右，甚至低于 1%。

表 3.1 华海药业前十大股东持股情况

名次	股东名称	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	股份性质
1	陈保华	36569.79	24.65	流通 A 股
2	周明华	23545.39	15.87	流通 A 股
3	香港中央结算有限公司	3346.25	2.26	流通 A 股
4	中国工商银行股份有限公司-中欧医疗健康混合型证券投资基金	2909.43	1.96	流通 A 股
5	台州市金融投资集团有限公司	2107.97	1.42	流通 A 股

6	中国银行股份有限公司-招商安华债券型证券投资基金	1602.51	1.08	流通 A 股
7	招商银行股份有限公司-安信医药健康主题股票型发起式证券投资基金	1175.38	0.79	流通 A 股
8	中国银行股份有限公司-嘉实领先优势混合型证券投资基金	1157.32	0.78	流通 A 股
9	浙江华海药业股份有限公司回购专用证券账户	1065.68	0.72	流通 A 股
10	广发银行股份有限公司-国泰聚信价值优势灵活配置混合型证券投资基金	1000	0.67	流通 A 股

资料来源：巨潮资讯网数据整理

## 3.2 华海药业股份回购背景

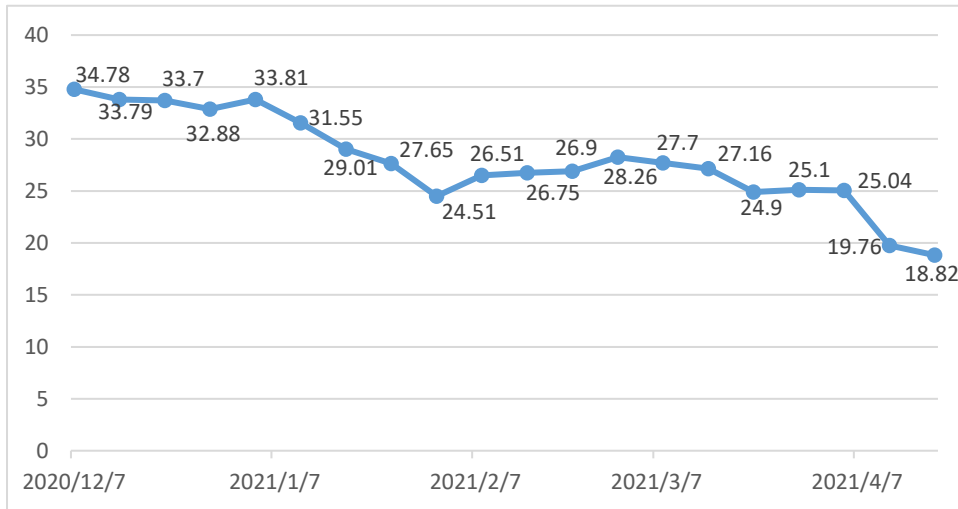
### 3.2.1 外部环境分析

股份回购规则的修订完善给上市公司提供了极大的便利条件，如股份回购规则允许上市公司回购的股份以库存股保存，并且将持有库存股的年限从一年延长至三年；另外基于用于员工股权激励的股份回购，新规允许回购股份的方案计划可以不经股东大会决议通过，仅仅通过三分之二以上董事出席的董事会议即可。新回购规则条件的放宽为华海药业回购股份给予很大支持，华海药业此次实施的股份回购就主要用于构建公司内部长效激励机制，将回购的流通在外的股份用于激励管理层和员工。

### 3.2.2 内部环境分析

#### 1. 股票价格持续低迷

由于整体资本市场的影响，自 2020 年 8 月 31 日，华海药业股票收盘价达到最高值 44.83 元以后，股价开始持续性下滑，2021 年 4 月 19 日，股价下跌至 18.82 元，相比 2020 年 8 月 31 日的最高收盘价下降了 36.96%。2021 年 4 月 23 日，华海药业公告公司股份回购方案，2021 年 5 月 19 日公司召开股东大会通过了 2021 年公司股份回购的方案。2021 年华海药业股份回购前部分股价变动图 3.1 如下。

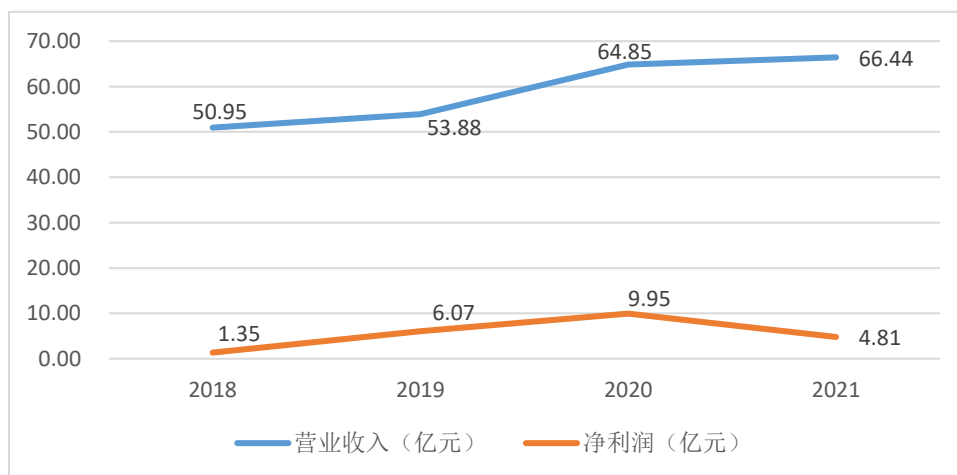


资料来源：巨潮资讯网

图 3.1 华海药业 2021 年股份回购前部分股价变动图

## 2.公司经营业绩良好

从图 3.2 中可以看出，华海药业近几年的主营业务收入持续上升，净利润也平稳上升，公司保持着持续稳定的发展势头。2018 年，公司主营业务收入为 50.95 亿元，2020 年为 64.85 亿元，增长了 27.28%；2018 年净利润为 1.25 亿元，2020 年为 9.95 亿元，增长了 6.96%。2021 年面对复杂的外部形势，华海药业实现主 66.44 亿元的营业务收入，比去年同期增长 2.45%；实现 4.81 亿元的净利润，同比下降 47.57%，这一变化主要是由公司的非主营业务导致。总体来看，公司经营业绩维稳，具备良好的竞争能力。

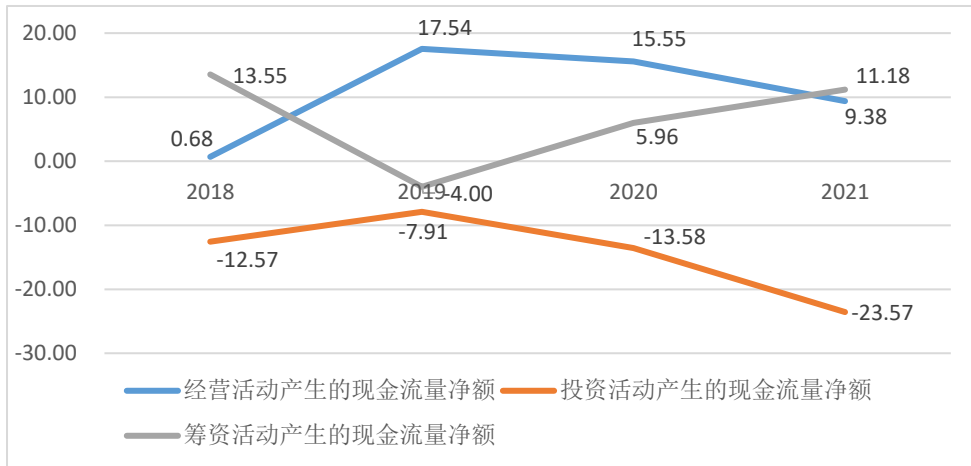


资料来源：华海药业公司公告整理

图 3.2 2018-2021 年公司营业收入和净利润趋势

另外，从图 3.3 可知，2018-2021 年华海药业的经营活动现金流量净额均为

正数，说明公司经营能获取足够的现金流，公司具备持续的竞争能力。2020年华海药业共计产生将近16亿元净现金流，筹资活动现金流量净额为5.96，同比上升248%，公司主要通过募集资金和债务融资优化资本结构，所产生的资本性支出并不会影响正常的经营活动，公司实施股份回购是具备充沛的现金的。



资料来源：华海药业公司公告整理

图 3.3 2018-2021 年公司现金流量情况

### 3.3 华海药业股份回购实施历程

#### 3.3.1 股份回购预案

华海药业于 2021 年 4 月 26 日发布股份回购预案，计划开始实施股份回购方案，具体预案相关事项如下表 3.2 所示：

表 3.2 华海药业股份回购预案内容

项目	内容
回购目的	维护投资者利益，建立完善的长效激励机制
回购方式	集中竞价交易
回购定价	不超过 24.8 元/股
回购种类	社会公众股
回购数量及占比	拟回购 400-800 万股，占总股本的 0.27%-0.55%
回购总资金额	不低于 1 亿元且不超过 2 亿元
回购资金来源	自有资金
回购股份期限	自股东大会审议通过该方案之日起 12 个月内
回购用途	实施员工持股计划和实施股权激励

资料来源：华海药业公司公告整理

##### (1) 回购用途

华海药业对公司未来的发展前景充满信心，并对公司价值给予高度认可，所以 2021 年发布回购方案公告，明确公司为了增强投资者信心，维护广大投资者的利益，调动公司内部中高级管理层和核心骨干员工的积极性，计划将此次回购的流通在外股份都奖励给员工持股或者激励持股股东，其中 30%用于员工持股，70%用于股权激励。

#### (2) 回购方式

资本市场成熟度的日渐上升致使在场外通过协议交易回购不再盛行，大部分上市公司都会选择以集中竞价的方式进行回购交易，华海药业此次回购股份也以集中交易方式进行。

#### (3) 回购价格

华海药业 2021 年 4 月发布回购预案公告，确定本次股份回购的价格将小于等于每股 25 元，回购交易的价格要小于等于董事会决议前 30 个市场交易日内股票交易平均价格的 1.5 倍。2021 年 6 月，因为 6 月初公司发布了上一年度的权益分派具体实施公告，向股东派发了现金红利，所以公司发布公告将此次计划回购的股份回购价格上限下调至回购价格要小于等于每股 24.80 元。

#### (4) 回购资金来源及总额

考虑到公司良好的财务状况和经营业绩，华海药业此次回购全部以自有资金进行回购，总计回购金额 2 亿元。2020 年度，华海药业账面总资产共 129.91 亿元，其中共计 65.13 亿元归属上市公司股东净资产，同时账面显示公司拥有 65.23 亿元流动资产，此次股份回购所需金额将占总资产的比重为 1.54%、占归属于上市公司股东净资产的比重为 3.07%、占流动资产的 3.07%，三者占比均小于 5%。由此可见，华海药业用自有资金进行股份回购是具有可行性的。

### 3.3.2 股份回购进程

从 2021 年 5 月 18 日公司股东大会审议决议 2021 年计划实施股份回购的方案开始，到最终完成回购一共历经九个月，决议通过回购预案之日起的十二个月内实施股份回购。2021 年 8 月 5 日，华海药业实施了首次股份回购，回购股份共 57.51 万股，占公司当时总股本的 0.0385%，支出总金额 1086.85 万元。第一期股份回购完成之后，公司紧接着开始进行第二期回购，截止 2021 年 8 月底，华海药业共回购 292.03 万股份，共占公司总股本的 0.1958%，其中首次回购最

高价为每股 18.9 元，最低价为每股 16.01 元，回购交易总金额为 4999.16 万元。之后公司又在每月发布一次股份回购的公告。2022 年 5 月 9 日华海药业完成总体股份回购，此次回购华海药业实际共回购股份 10656753 股，占总股份的 0.7144%，最高购买价格为 21.76 元/股，最低价格为 14.77 元/股，回购总共支付金额 20001.16 万元。根据华海药业每一期回购股份的实际数量和实际数额，整理绘制如下具体回购进展情况表，如下表 3.3 所示：

**表 3.3 华海药业股份回购进展情况**

截止日期	回购数量（万股）	比例（%）	回购总金额（万元）
2021/8/5	57.51	0.0385	1086.85
2021/8/31	292.03	0.1958	4999.16
2021/9/30	304.19	0.2039	5204.77
2021/10/31	304.19	0.2039	5204.77
2021/11/30	554.03	0.3714	10400.14
2021/12/31	779.06	0.5222	14999.17
2022/1/31	779.06	0.5222	14999.17
2022/2/28	779.06	0.5222	14999.17
2022/3/31	851.1	0.5705	16562.85
2022/4/30	856.1	0.5739	16636.70
2022/5/9	1065.68	0.7144	20001.16

资料来源：华海药业公司公告整理

### 3.3.3 股份回购结果

从表 3.4 可知，华海药业股份回购前后总股本数基本没有变动，此次回购流通在外是本公司股份都将奖励给员工和原股东。虽然此次实际回购数量和回购总金额超过回购预案中披露的数量和金额，但这主要是由于华海药业用于股份回购的专用证券账户内可用余额产生利息导致，也是由于包括在证券账户内的利息用于实施了回购，所以才会有所差异，说明华海药业并非虚张声势，在后期回购股份过程中，也一一落实了回购预案的事项。

**表 3.4 华海药业股份回购前后股权变动情况**

股份类别	回购前		回购后	
	股数（股）	比例	股数（股）	比例
有限售条件流通股	37,145,000	2.49%	37,145,000	2.49%
无限售条件流通股	1,454,610,026	97.51%	1,454,612,706	97.51%
股份总数	1,491,755,026	100.00%	1,491,757,706	100.00%

资料来源：华海药业公司公告整理

### 3.3.4 股份回购方案分析

此小节主要探讨分析华海药业本次发布的实施股份回购的内容，从其回购股份选择的时间点、采用的回购交易方式、所需回购资金的来源、以及回购的股份用途进行简要分析。

#### 1. 回购股份的时机选择

理论研究和实践情况都表明，通常上市公司均会在公司股价大幅下跌时发布回购预案。当股价持续低迷下跌时，可能是由于大外部环境所致，公司缺少很好的能够盈利的投资机会，也可能是因为公司内部运营管理或者公司名誉形象存在问题而致。但此时上市公司都会选择以股份回购工具来获取积极效应，针对不利的外部环境影响，公司回购股份有助于提高内部资金利用率，并减少委托代理矛盾问题，而对于外部投资者对公司情况的未知甚至误解，也可以以此来传递向上的积极效应，给予外部投资者强烈的信心，有助于维稳股票价格。但与此同时，值得注意的是，倘若上市公司单纯为了追求提升股价而进行低成本的回购，则极有可能与回购初衷背道而驰。尽管选择在股价持续下降到一定程度时开始回购，可以降低公司的成本，但是这种低成本的回购实际能够拉升公司股价的可能性并不大，不仅不会实现理想的预期效果，反而还可能损害公司市值和股东权益。华海药业此次进行的几期回购均是在股价持续走低时开始实施，试图以此来向外部市场传递积极信号。

#### 2. 股份回购的方式选择

国内资本市场上最广泛使用的是通过集中竞价促成回购交易，这种交易方式适用于上市公司回购规模小并且市场股票价格持续低迷的情况。此次回购，华海药业也选择以集中竞价方式进行交易，从前文其回购时内外部环境分析和公司具体回购历程阶段表可以看出，华海药业回购前股价确实下降不理想，而且计划回购的规模也较小，符合上述交易方式所需条件。

#### 3. 股份回购的资金来源

上市公司所需回购股份的资金要综合考虑财务状况和公司内外融资成本等因素。自由现金流通常是公司持有的以备正常的日常经营活动所需，倘若某家计划实施回购的上市公司自身并不具备充足的现金流，此时就可以发行新股、发行

债券或者借债来筹集所需资金，但采取这种方式要非常慎重，因为这会产生利息而增加财务费用，进而导致公司增大融资成本。基于公司自身良好的财务状况，华海药业以公司内部的自有资金完成回购，公司的现金流量足以支撑其进行股份回购。

#### 4.回购股份之后的处理

新《公司法》完善修订之前，国内法律制度并不允许上市公司长期持有回购回来的股份，修订之后，公司允许一定时期内持有库存股进行转让或者注销，并且延长这一期限至三年，这一转让时间的延长也更加合理有效，符合公司制定的长期发展的考核方案，更有利于形成长期激励机制。但如果上市公司并没有选择在三年之中转让前期回购的流通在外的股份，则可以进行注销处理，公司掌握了更大的灵活性，有利于其长期运营发展。



## 4 华海药业股份回购价值效应分析

### 4.1 股份回购的短期市场价值分析

2022年5月9日，华海药业完成股份回购。在公告发布回购预案之前，公司总体股价呈现下降趋势，从2021年2月24日最高价31.13元/股，下跌至2021年4月13日的18.23元/股，下降了41.44%，2021年公司董事会议计划实施股份回购。在2021年8月5日首次回购股份之前，华海药业股价波动上升；2021年7月22日股价为23.43元/股，之后股价大幅下降，首次回购之后，公司的股票价值并没有平稳上升，持续处于震荡波动。这次回购是否能够向外部市场以及股东传递积极的信号呢？

下面本文通过事件研究法分析华海药业实施股份回购后对股票价值的影响。具体的方法思路是，首先确定公司公告股份回购预案之日为事件日  $T_0$ ，并确定窗口期和估计窗口期（或数据清洁期）；然后根据统计所得的估计窗口期的市场收益率  $R_{mt}$  和个股收益率  $R_{it}$  构建模型得出回归方程，计算出每日的个股预期收益率；最后比较分析实际收益率与预期收益率之间差额的正负及大小，即以累计超额收益率的变化判断股份回购对公司价值的影响。

首先，将华海药业发布公告股份回购预案时间2021年4月26日作为事件日，记为  $T_0$ ，然后以事件日前5天和后5天作为事件的窗口期，并且为了提高数据估计的稳定性和准确性，将估计窗口期确定为回购预案发布日之前的四个月，即  $t=[-126, -6]$ 。其次，通过简化的CAPM进行回归分析，假设回归模型方程为： $R_{it} = \alpha + \beta R_{mt}$ 。其中， $R_{it}$  表示华海药业在时间  $t$  的收益率； $R_{mt}$  表示流通市场在时间  $t$  的收益率，由于华海药业属于沪深300指数股票，所以分析时以沪深300指数作为市场收益率； $\alpha$  和  $\beta$  表示股票的回归系数，计算得出  $R_{it}$  和  $R_{mt}$  的线性回归方程为： $R_{it} = -0.0093R_{mt} + 0.005$ ， $\beta = -0.0093$ ， $\alpha = 0.005$ 。并在此基础上，计算超额收益率  $AR$  和累计超额收益率  $CAR$ ，超额收益率  $AR = R'_{it} - R_{it}$ ，累计超额收益率  $CAR = \sum AR$ ，测算得出超额收益率和累计超额收益率折线图如下。

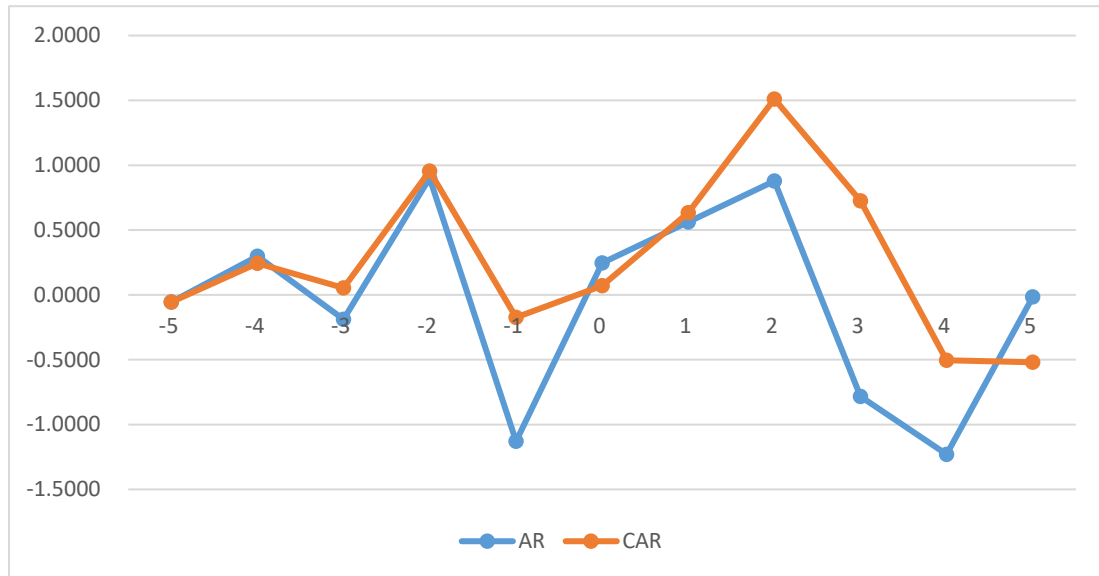


图 4.1 华海药业股份回购窗口期 AR 和 CAR 折线图

依据图 4.1 的变化趋势，华海药业在正式公告日的前 5 天其超额收益率和累计超额收益率都呈现波动下降趋势，尤其是公告发布前两天，收益率曲线急剧下降，发布公告前一天，超额收益率跌至最低点，说明在股份回购公告发布之前，公司的收益率并不理想。公告发布后首日，收益率小幅上升，但是从公告发布后 2 天开始，收益率又开始大幅度下跌，说明外界市场对公司回购股票的举措存在质疑。第 4 天和第 5 天开始，收益率又开始上升，但是上涨幅度较小，收益率持续保持在 0 以下震荡变动，说明此次回购并未能止住公司股价下降的趋势，外部市场对回购股票的价值存在不确定和分歧，回购给公司的短期市场价值带来负面效果。另外，公告发布前一天的超额收益率突然急剧下降，也表明公司管理层有操纵股价的嫌疑，存在侵害中小股东的利益的倾向。此外，根据公司官网数据资料也可知，内部高管存在减持，存在操纵股价之嫌。

## 4.2 股份回购的长期市场价值分析

上市公司要想在资本市场中立足，不仅要重视短期公司价值的效果，还要关注其长期价值发展，长期可持续发展才是公司经营管理的核心。因此，本文在分析股份回购对公司短期市场价值影响的同时，也关注到回购股份的长期市场价值效应。为了稳定客观的探究华海药业股份回购的长期市场效应，本文选择通过测算托宾 Q 值进行判断。

托宾 Q 值很好地将公司价值和重置成本相结合，同时考虑到市值和成本，并且兼顾负债和权益，相比于市净率、市盈率、市销率等公司价值评估指标，能够

更准确客观地对公司价值进行评估。通过托宾 Q 值测算，可以对回购股份行为有所预测，反映出公司未来的预期价值，给外部投资者一种信号，提示投资者投资当下公司是否存在风险。托宾 Q 值计算公式是市场价值与重置成本相比，其中，市场价值等于流通在外总股本数乘以每股收盘价，再加上公司年末负债的账面价值，而关于重置成本的估算，本文借鉴已有研究常用的测量方法，以年末资产账面价值来代替重置成本，对于有限售条件的非流通在外股票，则按照每股净资产对其市场价值进行估算。

表 4.1 华海药业托宾 Q 值

指标	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/9/30
总股数/万股	125083.86	132237.1	145460.8	149175.59	148347.49
限售流通股数/万股	1436.47	7153.23	0	3714.5	2886.194
流通总股数/万股	123647.39	125083.86	145460.8	145461.09	145461.30
每股价格/元	11.06	17.26	33.81	21.66	19.19
负债价值/万元	616070.97	495060.58	626666.38	869180.07	954652.09
资产价值/万元	1036749.12	1072934.52	1299076.63	1546812.49	1689139.71
每股净资产/元	3.25	4.24	4.31	4.24	4.63
托宾 Q 值	1.92	2.50	4.27	2.61	2.23

资料来源：巨潮资讯网数据、华海药业年报整理

通过上述估算华海药业 2018 年至 2022 年的托宾 Q 值可以看出，2020 年之前，华海药业托宾 Q 值逐年上升，但 2021 年开始，托宾 Q 值开始急剧下降，这同一时期，华海药业开始大规模回购股份，2022 年第三季度，托宾 Q 值下降幅度达到近 2020 年的一半。华海药业 2020 年至 2022 年每股净资产维持在 4.3-4.6 元之间，但是股票价格从 33.81 元/股下降到 19.19 元/股，跌幅 43.24%，跌幅较大，因此，回购股份并没有提升公司的股价，股价下跌还对公司价值产生负面效应，回购行为的长期市场效应并不显著。

### 4.3 股份回购后价值创造能力分析

以经济增加值指标衡量公司价值创造能力，既考虑了公司的营业利润，还兼顾公司包含的隐形成本，这一指标能够避免高估公司利润，更加科学立体地揭示华海药业股份回购对公司整体经营业绩的长期影响。所以，下面计算公司的经济增加值来分析公司价值。

#### 4.3.1 经济增加值指标计算

与传统的价值评估方式不同，经济增加值（EVA）关注公司的经济利润和资本成本，充分考虑机会成本可以为股东带来的价值，真实客观反映公司的经营效果，当公司的盈利扣除公司的资本成本之后的差大于 0，则表明实现剩余收益，为股东创造了价值。经济增加值的计算公式如下：

$$\text{经济增加值 (EVA)} = \text{税后净营业利润 (NOPAT)} - \text{资本成本}$$

其中，税后净营业利润（NOPAT）=营业收入-营业费用-所得税费用；资本成本=加权平均资本成本（WACC）× 资本总额。

### 1. 税后净营业利润

简化的税后净营业利润等于扣除所得税费用的息税前利润，实际计算时需要对利润表上的净利润进行调整再计算，调整的项目指标主要有利息支出、资产减值损失、递延所得税负债和递延所得税资产。选取华海药业 2018 年至 2022 年财务报告中的数据，调整计算出公司的税后净营业利润，具体数据情况如下表 4.2 所示。

表 4.2 华海药业税后净营业利润计算（单位：亿元）

指标	2018	2019	2020	2021	2022/9/30
营业利润	8.24	4.75	8.68	12.87	10.3
所得税费用	1.54	0.22	3.06	2.21	2.19
利息支出	0	0	0	0	0
资产减值损失	0.87	1.1	0.14	0.33	0.06
递延所得税负债	0	0	0	0	0
递延所得税资产	0.32	0.53	0.36	0.68	1.38
税后净营业利润	7.25	5.1	5.4	10.31	6.79

资料来源：华海药业年报数据整理

### 2. 资本总额

公司资本总额包括债务资本和权益资本，同样在实际计算时需要对公司的传统资产进行调整，下面将华海药业年报数据进行整理调整，计算得出公司的总资本，具体计算如下表 4.3 所示：

表 4.3 华海药业税后资本总额计算（单位：亿元）

指标	2018	2019	2020	2021	2022/9/30
短期借款	24.19	14.17	10.05	13.14	11.9
一年内到期非流动负债	2.33	7.11	1.24	7.56	8.77
应付债券	0	0	15.95	16.71	17.34
长期应付款	0	0	0	0	0
所有者权益	42.07	57.79	67.24	67.76	73.45
递延所得税负债	0	0	0	0	0
递延所得税资产	0.32	0.53	0.36	0.68	1.38
在建工程净额	8.11	9.3	11.57	25.02	27.45
资本总额	60.16	69.24	82.55	79.47	82.63

资料来源：华海药业年报数据整理

### 3. 加权平均资本成本

加权平均资本即公司拥有的所有资本的平均值，按照各类资本权重计算得出。具体计算时，权益资本成本计算可以选用不同的方法，本文主要以资本资产定价模型进行估算，计算公式及因素解释如下： $K_s = K_f + \beta \times (K_m - K_f)$ ， $K_s$  代表公司的权益资本成本， $K_f$  表示无风险利率， $\beta$  表示公司股票的贝塔系数， $K_m$  表示市场股票收益率， $K_m - K_f$  则代表风险溢价。关于公式中的无风险报酬率（ $K_f$ ），本文选用我国 5 年期的政府国债利率的数据，数据是从中国债券信息网上取得的；市场风险溢价（ $K_m - K_f$ ）本文以国家统计局公布的 GDP 增长率来进行替换；对于贝塔系数，数据是从国泰安数据库中获得的。华海药业 2018-2022 年调整计算的加权平均资本成本数值如下表 4.4 所示：

表 4.4 华海药业加权平均资本成本计算（单位：亿元）

指标	2018	2019	2020	2021	2022/9/30
$K_f$	0.03	0.043	0.043	0.026	0.026
$K_m - K_f$	0.067	0.06	0.023	0.081	0.03
$\beta$	1.3	1.3	1.4	1.57	1.4

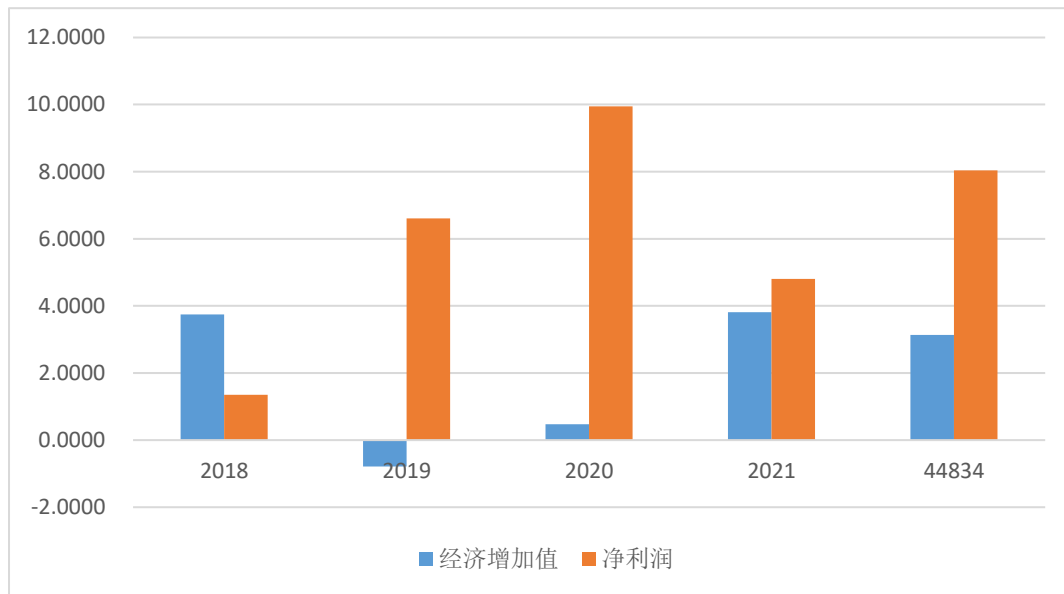
权益资本成本	0.1171	0.508	0.0752	0.15317	0.068
负债总额(亿元)	61.61	49.51	62.67	86.92	95.47
负债占比	0.5942	0.4614	0.4824	0.5619	0.5652
权益总额(亿元)	42.07	57.79	67.24	67.76	73.45
权益占比	0.4058	0.5386	0.5176	0.4381	0.4348
WACC	0.0653	0.0850	0.0597	0.0817	0.0443

### 4.3.2 经济增加值与净利润指标对比分析

表 4.5 华海药业经济增加值计算与净利润 (单位: 亿元)

指标	2018	2019	2020	2021	2022/9/30
税后净营业利润	7.25	5.1	5.4	10.31	6.79
资本总额	60.16	69.24	82.55	79.47	82.63
加权平均资本	0.0583	0.0850	0.0597	0.0817	0.0443
经济增加值	3.7442	-0.7861	0.4745	3.8166	3.1326
净利润	1.349	6.608	9.946	4.806	8.044

数据来源: 从巨潮资讯网站查询整理



数据来源: 根据巨潮资讯网数据查找整理

图 4.2 华海药业经济增加值和净利润对比分析图

由表 4.5 和图 4.2 数据可知, 华海药业 2018 年至 2022 年经济增加值经历了先大幅减低, 后大幅上升, 最后小幅降低的过程。除 2018 年外, 华海药业的经济增加值均小于净利润, 2021 年华海药业开始实施股份回购, 于 2022 年 5 月完成回购, 回购前后公司的经济增加值大幅提升, 但是变化幅度并未保持平稳上升。而从净利润变化趋势看, 2020 年之前, 华海药业净利润逐年上升, 2021 年净利润下降了 51.68%, 下降主要是由于 2021 年营业成本从 23.52 亿元增加到 26.57

亿元，营业收入变化不大，税金及附加从 6492 万元增加到 6521 万元，销售费用从 9.96 亿元上涨到 11.79 亿元，管理费用从 10.84 亿元增加至 12.69 亿，研发费用也由之前的 5.657 亿飙升到 9.423 亿元，另外营业外收支大幅变动也影响公司的净利润变动，营业外收入骤降为 95.13 万元，营业外支出从 7284 万元变化为 8242 万元，最终使得华海药业净利润从 9.946 亿元下跌为 4.806 亿元。

## 4.4 股份回购的财务效应分析

### 4.4.1 对财务绩效的影响分析

#### 1. 偿债能力分析

根据表 4.6 可知，回购之后华海药业 2021 年第一季度的现金比率从 66.22%，上升至 71.41%，上升了 7.84%，第三季度现金比率下降为 64.88%，2021 年末下降至 44.3%，同比下降了 42.10%。其次，通过现金流量比率这一指标可以分析判断公司经营获得的现金能偿还其负债的能力，2021 年第一季度，公司的现金流量比率为 2.51%，相比 2020 年下降了 95.33%，虽然从第二季度开始，现金流量比率开始上升，2021 年末上升至 22.16%，但还是远低于上年同期水平，说明公司经营所获现金偿还负债的能力欠佳，公司的资金流流通紧张。另外，公司通过自有资金实施股份回购，理论上必然会减少公司流动性较强的资产，流动比率和速动比率两个指标下降的趋势也证实了这一点。回购股份之后，华海药业的流动比率逐季度降低，2021 年末流动比率降至 1.61，同比下降 28.76%，速动比率下降至 0.96，下降 33.33%。总体来看，华海药业进行回购股份之后流动性较差，此次回购给公司的短期偿债能力带来较大的负面影响。

表 4.6 短期偿债能力指标变化

指标/季度	回购前			回购后		
	2020/ 9/30	2020/ 12/31	2021/ 3/31	2021/ 6/30	2021/ 9/30	2021/ 12/31
流动比率	1.43	2.26	2.38	1.87	1.90	1.61
速动比率	0.83	1.44	1.41	1.19	1.15	0.96
现金比率%	36.80	76.51	66.22	71.41	64.88	44.30
现金流量比率%	29.16	53.80	2.51	10.76	19.05	22.16

资料来源：新浪财经网站数据整理

另外，从表 4.7 的数据可以看出，实施股份回购之后，华海药业的资产负债率和产权比率均开始上升，2021 年第三季度，华海药业的资产负债率上升至

51.99%，2021 年末则高达 56.19%，相较于 2020 年第四季度上升了 16.48%；2021 年末产权比率上升至 89.47，同比上升了 42.65%，公司的财务风险增大，回购股份也给公司的长期偿债能力带来很大的不利影响。

表 4.7 长期偿债能力指标变化

指标/季度	回购前			回购后		
	2020/ 9/30	2020/ 12/31	2021/ 3/31	2021/ 6/30	2021/ 9/30	2021/ 12/31
资产负债率	46.72	48.24	46.09	51.99	52.80	56.19
产权比率	80.83	62.72	55.89	73.86	76.57	89.47

资料来源：新浪财经网站数据整理

## 2. 营运能力分析

表 4.8 显示，华海药业实施股份回购之前应收账款周转率呈现下降趋势，回购股份之后，应收账款周转率开始上升，2021 年末应收账款周转率飙升至 3.78，比第一季度上升了 3.2 倍，存货周转率和总资产周转率也同样呈现这一变化趋势，存货周转率是第一季度的 4.5 倍，总资产周转率比第一季度上涨了 2.9 倍，此次回购股份的行为促使华海药业营运能力显著上升。

表 4.8 营运能力分析指标变化

指标/季度	回购前			回购后		
	2020/ 9/30	2020/ 12/31	2021/ 3/31	2021/ 6/30	2021/ 9/30	2021/ 12/31
应收账款周转率	3.33	4.38	0.90	1.89	2.97	3.78
存货周转率	0.77	1.03	0.23	0.47	0.70	1.04
总资产周转率	0.43	0.55	0.12	0.22	0.33	0.47

资料来源：新浪财经网站数据整理

## 3. 盈利能力分析

表 4.9 盈利能力分析指标变化

指标/季度	回购前			回购后		
	2020/ 9/30	2020/ 12/31	2021/ 3/31	2021/ 6/30	2021/ 9/30	2021/ 12/31
销售净利率	18.21	15.34	17.35	17.16	12.92	7.23
总资产报酬率	7.43	24.63	2.01	20.13	4.02	19.91
净资产报酬率	13.95	47.58	3.72	41.93	8.52	45.45

资料来源：新浪财经网站数据整理



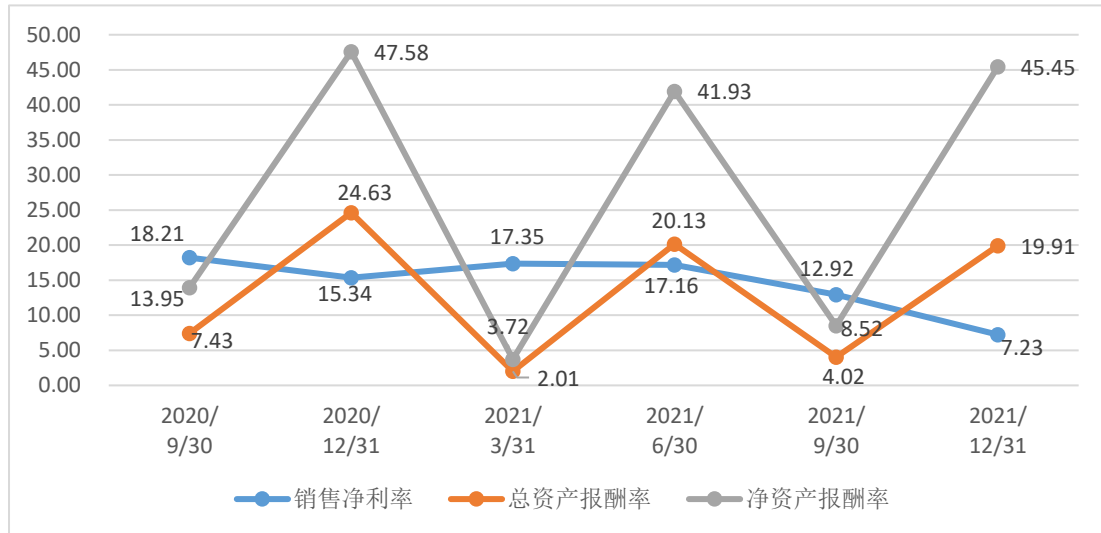


图 4.3 盈利能力指标变化趋势

从图 4.3 可知，华海药业的销售净利率回购前后一直呈现下降趋势，2021 年第一季度，华海药业的销售净利率为 17.35%，到 2021 年末，销售净利率下降到 7.23%，跌幅为 58.33%。公司的总资产报酬率和净资产报酬率震荡波动幅度也较大，这与整体的资本市场环境相关。2021 年第一季度总资产报酬率下降了 91.84%，第二季度上升 9.01 倍，第三季度又下降 80.03%，2021 年末上涨到 19.91%，净资产报酬率也呈现出同样的变化规律，表明公司股本的盈利能力波动不稳。公司的销售净利率持续下降，也说明其盈利能力不佳，此次股份回购对华海药业的盈利能力有很大的负面效应。

#### 4. 发展能力分析

从表 4.10 的数据可知，华海药业回购股份之后的净利润增长率大幅度下降，净利润持续负增长，从第一季度的 11.8% 下跌至 -51.67%，这说明回购股份给公司未来发展带来很大的负面效应，通过支付现金来减少总资产回购股份并不利于公司进一步做大做强。

表 4.10 发展能力分析指标变化

指标/季度	回购前			回购后		
	2020/9/30	2020/12/31	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31
营收增长率	21.41	20.36	-4.69	-8.18	-5.60	2.44
净利润增长率	63.46	63.90	11.80	-14.14	-33.03	-51.67
总资产增长率	1.18	21.08	22.53	28.50	23.73	19.07

资料来源：新浪财经网站数据整理

#### 4.4.2 对现金流量的影响分析

股份回购意味公司有大量的现金流出，随着回购的持续进展，公司的资金流运转是否会受到影响呢？回购股份是否会影响公司正常的经营周转呢？通过分析经营、投资和筹资活动现金流量净额的变动，判断回购股份是否会加大公司支付现金的压力。

表 4.11 华海药业 2020-2021 现金流量

项目（亿元）/季度	回购前			回购后		
	2020/ 9/30	2020/ 12/31	2021/ 3/31	2021/ 6/30	2021/ 9/30	2021/ 12/31
经营活动现金流量净额	11.68	15.55	0.65	4.14	6.81	9.38
投资活动现金流量净额	-9.99	-13.58	-4.16	-7.7	-15.11	-23.57
筹资活动现金流量净额	-1.24	5.96	-1.6	9.2	9.6	11.18

资料来源：新浪财经网站数据整理

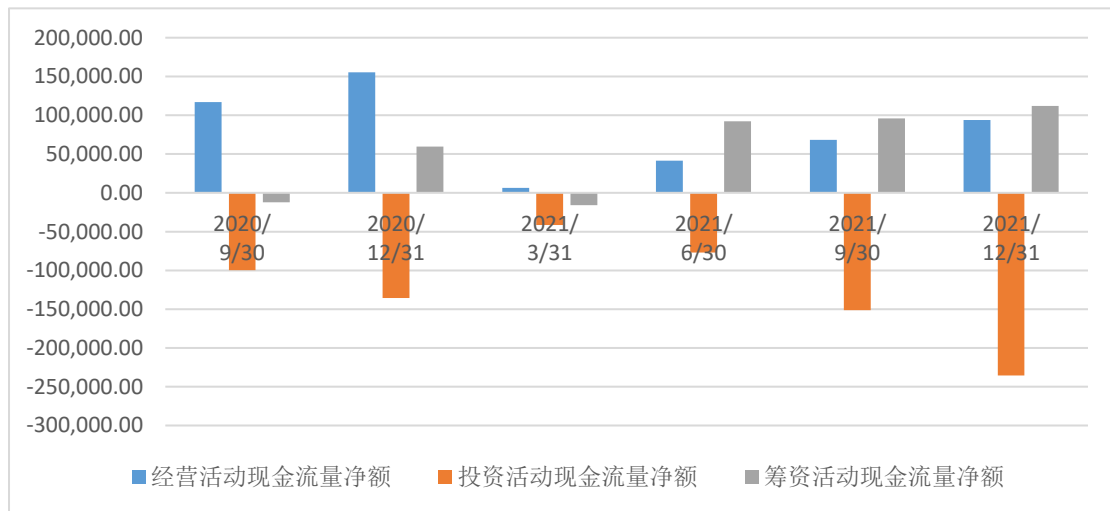


图 4.4 华海药业 2020-2021 年现金流量

从表 4.11 和图 4.4 中的数据可以看出，华海药业 2021 年末经营活动现金流量净额达到 9.38 亿元，是第一季度的 14.43 倍。公司投资活动的现金流量净额持续保持入不敷出的情况，主要源于华海药业加大科技研发投资，调整整体发展战略，所以投资活动现金流量净额小于 0。同时，公司的筹资活动现金流量净额在回购之后持续增长并且为正值，说明随着股份回购的进展，华海药业自身的经营活动产生的现金流并不能够支撑企业正常运转，需要通过对外借债融资来补充和

周转资金流。从以上分析可知，大额现金支付股份回购和回购期间伴随的各种投资活动，会让公司面临较大的现金支付压力，不得不向外借债筹资为公司未来发展注入资金，保障公司正常的运转。

#### 4.5 华海药业股份回购价值效应评价

上文通过分析股份回购对公司长短期市场价值的影响可以看出，华海药业此次回购股份的市场效应并不显著。首先，由 AR 和 CAR 变化趋势图可以看出，回购股份后股票的短期价格并没有提升，外部资本市场对公司实施股份回购行为持有质疑；同时托宾 Q 估算值也表明回购股份后，公司的长期市场价值不升反降，股份回购的长期市场效应并不明显。通过经济增加值评估考核公司回购股份后的价值创造能力发现，华海药业回购股份期间，经济增加值有显著上升，但并不能平稳保持。所以总体来看，华海药业实施的股份回购为公司带来的更多是负面价值效应，回购股份并不是遏制股价下跌以及市值蒸发的最佳保护措施。其次，通过分析华海药业回购股份对财务绩效指标的影响也可以发现，华海药业实施股份回购并没有促进公司经营业绩显著提升。相反，此次回购给公司的短期偿债能力带来负面效果，增大财务风险，使得现金支付压力增大，并未带来积极的价值效果。单纯依托股份回购举措来提升公司价值以及维护股东利益是不可采取的，只有强化公司的创新理念意识，持续增大科技研发投入，不断优化更新升级产品结构，切实提高产品质量，创新公司未来的发展战略，满足消费者的个性化需求才是公司增创最大价值的根本，是公司能够长久立足资本市场的核心，也是公司应对低迷股市行情的最佳策略。

## 5 研究结论与建议

### 5.1 研究结论

由上述对华海药业股份回购行为进行全面分析后,发现此次回购并没有很好的提升公司价值。本文主要得出以下结论:

#### 5.1.1 股份回购短期市值信号传递效应有限

从前文中华海药业股份回购的收益率变化趋势来看,  $T=-5$  时开始,华海药业的 AR 和 CAR 均波动下降,尤其是在 $[-2,0]$ 这一区间,收益率曲线急剧下降,当  $T=-1$  这一时点时,超额收益率跌至最低点,说明在此次股份回购公告发布之前,公司的收益率并不理想。回购股份预案公告发布之后首日,即  $T=1$  时点,收益率开始小幅上升,但是从公告发布后 2 天开始,收益率又开始大幅度下跌。第 4 天和第 5 天开始,收益率又开始上升,但是上涨幅度较小,收益率持续保持在 0 以下震荡变动,回购并未能止住公司股价下降的趋势。综合来看,回购公告发布后公司股价有小幅上升,但这种正向效应难以长期维持,外部市场对回购股票的价值传递效应仍然存在不确定和分歧,回购给公司的短期市场价值带来负面效果。

#### 5.1.2 股份回购长期市场价值效果不显著

从长期价值效应来看,华海药业实施回购期间,公司的托宾 Q 值呈现下降趋势。2020 年 12 月 31 日,公司托宾 Q 值为 4.27,2021 年底,托宾 Q 值下降到 2.61,2022 年至华海药业回购股份完成之后,托宾 Q 值下降到股份回购之前的将近一半。同时,华海药业 2020 年至 2022 年每股净资产维持在 4.3-4.6 元之间,但是股票价格从 33.81 元/股下降到 19.19 元/股,跌幅 43.24%,跌幅较大,股价下跌也对公司价值产生负面效应。另外,从公司经济增加值衡量指标来看,华海药业回购股份前后,经济增加值呈现波动上升趋势,但是这一变化趋势并不能稳定上升。综上分析,回购股份的行为并未使公司实现长期正向价值效应,凭借股份回购这一手段并不能长期有力的推动公司市场价值的增长。

#### 5.1.3 股份回购负面影响公司业绩

公司以自有资金实施股份回购,理论上必然会减少公司内部流动资产,影响公司的长短期偿债能力。华海药业回购股份后,公司的流动比率和速动比率均呈

现下降趋势,资产的流动性较差,股份回购对公司的短期偿债能力造成负面效应,从长远来看,回购后公司的财务风险增大,不利于长期偿还债务。从盈利能力分析指标和成长能力分析指标可以看出,公司股本的盈利能力波动不稳,通过支付现金来减少总资产回购股份并不利于公司进一步做大做强,此次股份回购对华海药业的盈利能力以及未来发展均带来很大的负面效应。综合来看,华海药业回购股份对公司的财务业绩产生消极负面的影响,不利于公司未来长期发展。

## 5.2 研究建议

基于上述对华海药业回购股份价值效应的全面深入分析,文章提出以下研究建议。

### 5.2.1 延长回购期并分阶段实施回购

华海药业实际是从2021年8月5日开始实施股份回购的,回购频繁,平均回购股份的频率为每月一次,从回购期开始持续到回购结束,而在回购时的间隔时间也统一固定,如首次回购完成后紧接着就发布第二次回购公告,这将容易导致公司在短时间内流出大量自由现金流。针对这一具体问题,切实可操作的解决措施是适当延长每两次股份回购之间的间隔期,进而推动公司稳中求进,采用此方法,可以避免让公司短时期之内付出大额现金,减缓内部资金运营压力。实施回购时,上市公司应明确此次公司意欲回购的目的,综合考虑公司的经营和财务发展状况,再制定出适合公司的合理科学方案,其中就要充分考虑到公司的实际现金支付能力,不能单纯为了维稳提高公司短期股票价格,而忽略了回购给公司财务状况带来的负面效应和长期发展能力。因此,华海药业可以全面考虑公司实际发展情况,兼顾短期与长期效益,在切实回购中延长回购期限,分阶段落实回购计划。

### 5.2.2 多元化股份回购的资金来源

华海药业此次回购的资金全都是利用内部的自由现金流,增大公司财务现金支付压力。其实,从我国关于回购股份的法律制度文件中可知,国内证监会并没有严格限定公司仅仅可使用自有可流动资金为回购资金的来源,反而是鼓励上市公司采取多渠道来源资金进行回购。公司实施回购时应该从自身实际情况出发,综合考量公司发展概况,选择适合的支付方式,避免因全部使用自有资金而产生

财务风险。比如，财务负债程度小的公司可以举债融资实施回购，不仅能解决股份回购资金问题，还可以提高负债，增大财务杠杆效应；或者通过向上市公司大股东、公司高管、利益一致行动人等进行融资来筹集回购流通在外公司股份所需要的资金，在缓解公司现金支付压力的同时，也能够集中公司的股权，有利于公司战略决策部署的更好推进。同时，如果公司股东对公司存有负债且持有股份比较多时，股东没有办法偿还债务，则可以将其持有的全部或部分股权上缴进行还债，促使公司的资本构成更加合理稳定。

### 5.2.3 加强上市公司对股份回购的认识

华海药业此次回购股份的主要动因是公司股价持续走低，专注于提升股价，而对于股份回购可以更好优化公司资本构成和提高公司价值的关注不够，究其原因，可能是公司高层管理人员对于这一认知还不够深入。国内外很多实践均证明，上市公司要正确理解并对待回购股份行为与外在股价之间的联系，实施股份回购并不一定就能维稳提高股价，提升公司价值。我国绝大多数公司回购股份时都选择以自有资金实施回购，但通常来说，公司自有的可流动资金并不会很多，以此来实施股份回购也就无法达到可以获得更好的资本构成和公司价值的目的。相较于国内，国外的研究经验还是比较成熟的，因此国内上市公司在决定进行回购之前，可以积极寻找国外类似的情况进行深入了解，进而提高股份回购的效率。

### 5.2.4 强化资本市场信息披露

由于政策规则的放宽，近年来上市公司实施股份回购的数量增多，随之而来的忽悠式回购，减持现象，内部交易，操控市场现象也在增多。华海药业此次回购期间也存在公司操纵股价的倾向，针对这一问题，监管部门应强化信息披露，加大监管惩罚力度，对于存在不良行为的公司提出严厉警告，并出台相应的具有实操性的惩罚措施。同时，回购新规允许并鼓励引导上市公司通过购买本公司流通在外的股份来激励员工，提高员工的主动参与性，以此解决委托代理问题，同时因为这一用途回购股份不仅可以积极影响激励对象，还能传递反映利好的信号，但是实践研究发现，资本市场中存在部分上市公司仅仅是打着股权激励的名义实施回购，实践中并未真正落实激励计划。华海药业此次回购股份的目的也是进行股权激励，但是查找其信息披露公告并未找到具体落实股权激励计划的公告，对此，监管部门应高度重视，发挥自己的监管职能，对实施股份回购的公司进行严

格把控，从回购实施前的申请文件，回购过程中的信息披露到回购实施结束后的股份用途等都应查尽查，竭力确保回购过程中信息披露的全面性和真实性，对发布虚假信息的公司进行严惩甚至终止其回购行为。

## 6 研究不足与展望

### 6.1 研究不足

本文选取华海药业股份回购行为为研究对象，在上述整体研究过程中仍然存在着以下不足与局限：首先，虽然论文是专项研究具体案例公司的股份回购行为，但是单案例研究不可避免地会被公司自身情况所影响，并不能够得到与市场上全部上市公司回购效应一致的结论，所以研究结论的说服力一定程度上会有所欠缺。其次，华海药业股份回购分析中，检索数据时间跨度较短，分析结果长期有效性不足。最后，论文研究分析中所运用的数据都是从华海药业公司年报或者其他第三方网站中获取，非一手数据来源也可能致使得出的研究结论与公司实际的财务经营状况存在一定的差异。

### 6.2 研究展望

针对上述文章存有的不足和局限，做出下列展望：首先，可以就整体医药行业，分板块或者分层级地展开研究，选取同一层次的几家案例公司系统梳理和比较研究；其次，进一步研究完善可以深入探讨公司每一财务效应或市场效应背后的真实动机；同时，也可以进行多案例分析，选择比较探讨不同产业类型或者处于不同行业地位的上市公司应当如何选择合适的股份回购时机、采用何种方式回购、以及回购后如何处置股份等。

## 参考文献

- [1]Vermaelen,T. Common Stock Repurchases and Market Signalling:An Empirical Study[J]. Journal of Financial Economics,1981,9(2):139-183.
- [2]Hua Zhang. Share price performance following actual share repurchases[J]. Journal of Banking & Finance,2005,29(7):1887-1901.
- [3]Ridder, Adri. Share repurchases and firm behavior. International Journal of Theoretical and Applied Finance(IJTAF),2009(12):605-631.
- [4]Pascal Busch,Stefan Obernberger. Actual Share Repurchases, Price Efficiency, and the Information Content of Stock Prices[J]. The Review of Financial Studies,2017,30(1):324-362.
- [5]Erik Lie. Operating performance following open market share repurchase announcements[J]. Journal of Accounting and Economics,2005(39):411-436.
- [6]Guffey D M,Schneider D.Financial characteristics of firms announcing share repurchases[J]. Journal of Business & Economic Studies,2004,10(2):13-27.
- [7]Almeida,Heitor and Fos,Vyacheslav and Kronlund,Mathias. The Real Effects of Share Repurchases[J]. Journal of Financial Economics (JFE),2015.<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2276156>.
- [8]Mingzhu Yang. The Impact of Share Repurchase on the Value of Listed Companies Take Alibaba Group as an Example[J]. E3S Web of conferences,2021,(235):1026-1030.
- [9]Gmllon G, Michaely R. The Information Content of Share repurchase programmes[J]. The Journal of Finance,2004,59(2):651-680.
- [10]Konan Chan, David L. kenberry, Inmoo Lee, Yanzhi Wang.Share repurchase as a potential tool to mislead investors[J]. Journal of Corporate Finance,2010,16(2):137-158.
- [11]Kim H J, Jo H & Yoon S S. Controlling shareholders' opportunistic use of share repurchases[J]. Rev Quant Finan Acc,2013(41):203-224.
- [12]Grullon G and Michaely R. Dividends. Share Repurchases and the Substitution Hypothesis[J]. Journal of Finance,2014,(57):1649-1684.



- [13]R.Jared De. Lisle, Justin D. Morscheck, John R. Nofsinger. Share repurchases and wealth transfer among Shareholders[J]. The Quarterly Review of Economics and Finance,2020,(76):368-378.
- [14]Frykman D,Tolleryd J.Corporate valuation:an easy guide to measuring value [M].New Tersiye :FT Press,2003:235-238.
- [15]Modigliani F,Miller M H.The cost of capital,corporation finance,and the theory of investment: reply [J] .American Economic Review,1959,49(4): 655-669.
- [16]顾小龙,辛宇.中国式股份回购:制度变迁、结构特征与类型辨析[J].中山大学学报(社会科学版),2022,62(01):195-206.
- [17]郭延淳. 股份回购与国有股减持[J]. 中央财经大学学报, 2001,(04):27-29.
- [18]何承锋. 股份回购:对公司股权价值和价格的影响分析[J]. 投资研究 2000,(09):18-22.
- [19]肖兵. 国有股回购和股票市场监管效率的提高[J]. 投资研究, 1999,(08).
- [20]王畅. 我国上市公司股份回购动机及回购公告市场反应研究[C]. 山东大学, 2012.
- [21]张素青. 浅谈我国上市公司股票回购问题[J]. 河北企业, 2013,(02):31-32.
- [22]林奇. 基于上市公司股利政策改革下的投资者保护——现金分红与股票回购的选择[J]. 河北经贸大学学报, 2013,34(04):64-69.
- [23]冯雅,张波,魏梦娜.我国上市公司股份回购动因研究[J].中国管理信息化,2014,(07):115-118.
- [24]温丽萍.上市公司股票回购的动因分析及改进建议——以 2005~2015 年上交所上市公司为例[J].财会月刊,2017,(14):90-94.
- [25]储诚忠,刘为民.论股份回购及其市场效应[J].经济评论,1999(06):93-96.
- [26]梁丽珍.上市公司股票回购的公告效应及动因分析[J].经济与管理研究,2006(12):63-69.
- [27]吴灏泠,王帅.股份回购与公司价值内在关系的实证分析[J].浙江金融,2007(05):30-31.
- [28]汪启涛,王丽娟.我国上市公司股票回购公告效应影响因素研究[J].特区经济, 2011(11):141-143.

- [29]兰春华.我国上市公司股票回购公告的市场反应研究[J].会计之友,2013(34):91-95.
- [30]孙一秀.股份回购:提升公司内在价值的新思路[J].中央财经大学学报,2002(05):49-51.
- [31]王化成,王鑫,于艳清.试论上市公司股份回购问题[J].财务与会计,2000(08):25-27.
- [32]徐国栋,迟铭奎.股票回购与公司价值——理论与实证分析[J].管理科学,2003(04):60-62.
- [33]益智,张为群.我国上市公司股份回购效应分析——兼论股权分置改革背景下回购的作用[J].商业经济与管理,2005(10):51-56.
- [34]张忠华.股份回购对公司内在价值的影响研究[J].商业经济,2010(15):77-78.
- [35]王珏慧.股份回购不同资金来源的杠杆效应分析[J].中国集体经济,2008(09):91-92.
- [36]徐若曼.上市公司股票回购的财务效应——以宝钢股份股票回购为例分析[J].中国外资,2012(22):96-97.
- [37]单慧杰.上市公司股票回购对公司财务的影响[J].金融经济,2018(10):173-175.
- [38]陈名芹,李吟珍.对我国上市公司股份回购新政相关问题的探讨[J].汕头大学学报(人文社会科学版),2019,35(10):61-67.
- [39]徐晟,阚沂伟.公开市场回购股份行为提升了股价稳定性吗?[J].中南财经政法大学学报,2022(03):60-73.
- [40]杨慧辉,田淳,沈红波.股份回购维护市值和激励员工的双重效应——基于美的集团的案例研究[J].中国管理会计,2022(01):98-114.
- [41]石涛.股份回购的市场效应和财务效应——基于华海药业、九芝堂和天音控股的案例研究[J].财务与会计(理财版),2011(04):32-34.
- [42]吴杰,杨梦欣.我国股份回购制度改革效应分析[J].中国注册会计师,2019(11):59-62.
- [43]王清刚,徐欣宇.上市公司股份回购的动机及市场反应研究[J].会计之友,2014(12):43-49.
- [44]何瑛,黄洁,李娇.中国上市公司股份回购的经济后果研究——来自 A 股市场

- 2005—2013 年的经验数据[J].经济管理,2014,36(10):53-63.
- [45]薛媛.上市企业股票回购行为财务效应分析——以 A 企业为例[J].会计之友,2018(07):116-119.
- [46]李银香,骆翔.上市公司股份回购、现金持有水平与企业价值[J].财会通讯,2019(19):19-22.
- [47]王艺颖.上市公司股份回购效应分析及风险应对[J].财务与会计,2019(20):82-83.
- [48]冯辉.“维护公司价值及股东权益所必需”而回购的法律规制[J].东方法学,2019(06):114-122.
- [49]皮正德.公司股份回购的规制探讨[J].东北大学学报(社会科学版),2022,24(02):91-99.
- [50]陈岱松,孙亚南.护盘式股份回购的弊端及风险防控机制探究——兼评《公司法》第 142 条第六项[J].金融发展研究,2020(04):79-86.
- [51]张梦瑜,谢德仁.股份回购新规能更好地保护投资者吗?——基于股份回购预案市场反应视角[J].管理评论,2022,34(03):3-18.

## 致 谢

时光易逝，随着论文答辩钟声的响起，意味着我们就要毕业走出校门。回忆这短暂的三年时光，因为疫情的原因，和老师同学们真正相处的时光其实非常有限，但这短短的一段求学路，让原本懵懂幼稚的我变得更加沉稳。自身的这一蜕变过程中不仅凝聚了老师们和同窗的帮助与陪伴力量，还凝聚了父母与朋友们的诸多心血！

首先，我要感谢我的导师，真诚感激导师在我三年学习旅程中的关怀与指导。作为跨专业学生，刚入校门，导师指导我先巩固基础专业知识，掌握相关专业理论，提升专业素养；在论文写作过程中，导师也是耐心指导，从论文研究主题的选择、整体框架的构建、后期论文的修改等每一阶段都提出宝贵的建议，使我顺利完成这篇文章；无论是参加比赛还是撰写论文，导师都是尽心尽力，认真对待，不仅毫无保留地授予我们知识，教导我们如何去学习，提高学习效率，而且还教导我们在工作学习和日常生活中如何去高情商处理人际关系，给我们讲授许多为人处事的道理；非常感激导师这短短三年时光中对我学习科研生活等各方面竭诚相待的关怀。

同时，我也要感谢会计学院这个大家庭，感谢学院老师为我们付出的一切，是学校的教育和培养让我轻松愉悦地度过这一短暂求学时光，收获到家庭般的温暖，是学院提供的极具专业性的前沿平台让我在有浓厚科研氛围的环境中求知；真诚谢谢学院的各位老师，是他们的谆谆教导和尽心尽力，才让我逐渐变得自信且坚定，感激老师们的无私付出。

最后，我还要感谢我的父母和挚友们，三年的学习生活有苦亦有乐，感谢父母的支持，无论是顺境还是逆境，父母的支持永远给予我最大的力量；同时还要真诚感谢朋友们的陪伴，感激他们伴我走出遇到的每一个低谷，和我分享这世间趣事，非常感谢他们的偏爱和包容！

衷诚感激！